

한화시스템(272210)

COVERAGE INITIATION

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

좋은 건 다 있다

BUY TP 125,000원

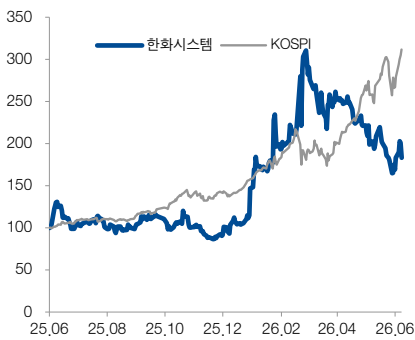
현재주가 (6/18)	96,100원		
상승여력	30.1%		
시가총액	18,155십억원		
발행주식수	188,919천주		
자본금/액면가	945십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	162,700원/45,350원		
일평균 거래대금 (60일)	123십억원		
외국인 지분율	9.56%		
주요주주 지분율			
한화에어로스페이스 외 3인	59.53%		

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-9.4	-31.3	96.3
상대주가(%p)	-24.9	-55.1	-13.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	1,287	2,230	125,000
Consensus	1,185	2,326	148,231
Cons. 차이	8.6%	-4.1%	-15.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,804	219	454	333	2,405	30.1	9.4	1.7	12.8	19.6	1.5
2025	3,664	120	242	300	1,282	-46.7	42.4	2.1	38.1	6.6	0.9
2026F	4,243	269	243	441	1,287	0.4	74.7	3.5	39.2	4.9	0.6
2027F	4,973	500	421	644	2,230	73.3	43.1	3.3	25.8	7.9	0.6
2028F	5,644	622	560	740	2,966	33.0	32.4	3.1	21.6	9.8	0.6

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY, 목표주가 125,000원으로 커버리지 개시
- 중동항 M-SAM(천궁-II) MFR 매출인식 본격화로 방산부문 매출 성장과 필리핀조선소의 실적 턴어라운드로 실적 개선을 기대. 방산 수주에 따른 동반 수혜, 우주 부문의 다부처 초소형 SAR 위성 사업자 선정은 모멘텀.

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 천궁-II와 L-SAM(다기능레이더), KF-21(AESA 레이더, 항공,전자 장비), K2, K9(전자광학 장비, 사격통제 장치), 함정(전투체계, 함정용 레이더 등) 등 한국 방산 무기 체계 전반에 전자장비를 공급. M-SAM, L-SAM, LAMD, KF-21, 함정 레이더, SAR 위성 등 확장에 따른 성장 전망. 대공방어 체계에서 레이더 비중은 체계 금액 중 약 30%
- 우주: 국내는 아직 미드 스페이스(정부 예산 중심)단계이나, 2030년 초반까지 감시정찰위성 130기 확보 계획, KLEO/TICN 2.0 기반 저궤도 위성통신망 구축 등 정부 수요가 가시화. 다부처 초소형 SAR 위성 40기 양산 사업은 3Q26 사업자 선정 예정
- 2026년 실적: 매출액 4,243억(+15.8% yoy), 영업이익 2,690억(+124.3% yoy, OPM 6.3%)으로 전망. 방산 부문은 M-SAM(천궁-II) 레이더 중동항 매출 인식, KF-21/LAH 항공전자 양산, K2 폴란드항 장비 납품으로 20%대 성장 예상. 개발비 ICT는 한화그룹 계열사 스마트팩토리, 금융 차세대 시스템, 한화필리 ERP 구축, 향후 한화오션 스마트야드 투자 수요가 반영되며 성장. 필리핀조선소 적자폭 축소 가운데 2027년부터 본격 턴어라운드 예상
- 수주 파이프라인은 M-SAM, L-SAM, K2 등. 유럽에서 Diehl Defense와 IRIS-T SLM 레이더 협력에 주목. 통합 및 개발 성사 시 유럽 체계업체 서비스시스템 공급사 진입 사례라는 점에서 의미. 자체 레이더 수출로 이어질 것

주가전망 및 Valuation

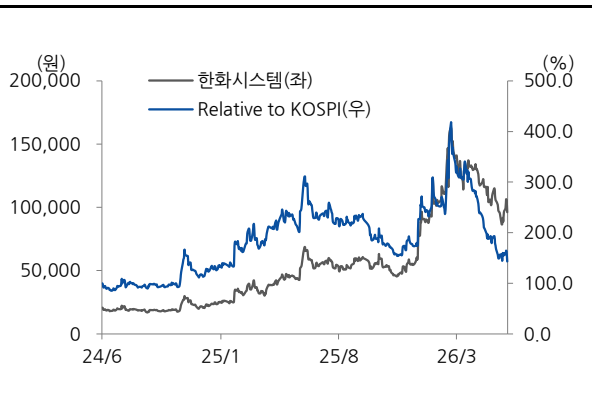
- 투자의견 BUY, 목표주가 125,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 SOTP 방식. 영업가치 20.7조 원(디펜스 13.8조, ICT 5.5조, 필리핀조선소 6,400억 원, 우주 1.8조원)과 상장사 지분가치 2.4조원(오스탈, 한화오션)으로 나누어 추정
- K2(중동, 페루, 루마니아, 폴란드), M-SAM/L-SAM(카타르/UAE), KF-21(인니, UAE) 등 향후 방산 파이프라인 수주에 따른 동반 수혜 기대. 다부처 초소형 SAR 위성 양산 산업, Diehl Defense와의 협력 성과 등 기대할 만한 모멘텀 역시 다수

<표1> 한화시스템 목표주가 산정

항목	내용	비고
영업가치 (십억원)	20,705	(h)=(a)+(b)+(c)+(d)-(e)
디펜스 NOPAT(십억원)	13,893.0	(a) 27F 디펜스 부문 EBITDA* 27F 엘빗 시스템즈 EV/EBITDA 28.1배
ICT(십억원)	5,541.1	(b) 27F ICT 부문 EBITDA* 27F 국내 ICT Peer EV/EBITDA(삼성 SDS, LGCNS, 현대오트모에버) 47.6배
필리조션소(십억원)	642.0	(c) 27F 매출액*P/S 2배 적용(대한조선 25년 P/S)
우주(십억원)	1,812.0	(d) 27F 매출액*글로벌 우주 Peer P/S 15.1배 적용 (QPS 홀딩스, 플래닛 랩스), 할인율 70%
순차입금 (십억원)	1,183.0	(e)
비영업가치(십억원)	2,398	(i)=(f)+(g)
오스탈(십억원)	181.6	(f) 지분율 19.9%, 할인율 50%
한화오션(십억원)	2,216.9	(g) 지분율 11.57%, 할인율 50%
목표 시가총액 (십억원)	18,762	(j)=(h)+(i)
상장주식수(천주)	185,067	(k)=자사주 1,926천주 제외
목표 주가 (원)	125,000	(j)/(k)
현재 주가 (원)	96,100	
상승 여력 (%)	30.1%	
투자의견	BUY	

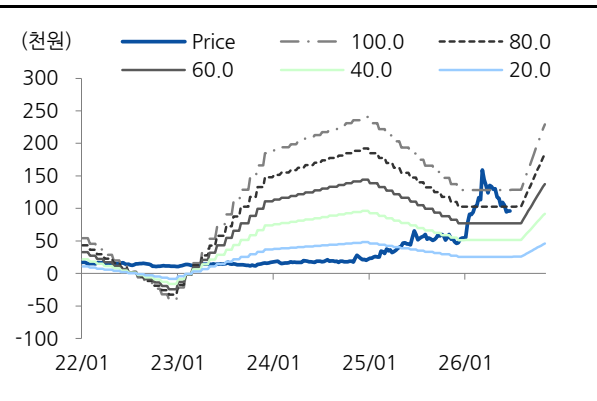
자료: 현대차증권

<그림1> 한화시스템 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> 한화시스템 P/E 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> 한화시스템 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	976.8	1,043.2	1,416.2	3,664.2	4,243.3	4,973.4	5,644.1
>디펜스	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	640.7	675.8	1,065.6	2,438.8	2,853.3	3,352.2	3,741.5
>ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	177.7	188.2	250.6	652.6	788.8	899.6	1,000.7
>기타	118.3	150.9	170.7	132.8	163.5	158.5	179.2	100.1	572.7	601.3	721.6	901.9
영업이익	33.6	58.0	22.5	5.8	34.3	62.0	77.0	95.7	119.9	269.0	500.3	621.5
>디펜스	50.3	52.4	49.9	76.6	69.0	69.8	66.9	76.7	229.2	282.5	402.3	486.4
>ICT	10.8	10.8	12.0	17.2	13.4	12.8	15.4	23.1	50.8	64.7	90.9	108.1
>기타	(2.9)	(29.8)	(39.3)	(88.0)	(48.1)	(20.6)	(5.4)	(4.1)	(160.1)	(78.2)	7.2	27.1
영업이익률	4.9	4.4	2.8	0.4	4.2	6.3	7.4	6.8	2.6	6.3	10.1	11.0
>디펜스	11.7	11.1	10.4	7.2	14.6	10.9	9.9	7.2	9.4	9.9	12.0	13.0
>ICT	7.6	7.4	7.7	8.2	7.7	7.2	8.2	9.2	7.8	8.2	10.1	10.8
>기타	(2.5)	(19.8)	(23.1)	(66.3)	(29.4)	(13.0)	(3.0)	(4.1)	(28.0)	(13.0)	1.0	3.0
영업이익	33.6	58.0	22.5	5.8	34.3	62.0	77.0	95.7	119.9	269.0	500.3	621.5
세전이익	14.7	78.4	97.1	(99.8)	(115.7)	102.3	117.3	136.1	90.5	240.0	547.7	721.3
지배순이익	27.9	40.9	151.7	11.8	(55.0)	90.9	103.2	104.1	232.3	243.2	421.4	560.3
영업이익률	4.9	7.6	2.8	0.4	4.2	6.3	7.4	6.8	3.3	6.3	10.1	11.0
세전이익률	2.1	10.2	12.0	(7.1)	(14.3)	10.5	11.2	9.6	2.5	5.7	11.0	12.8
지배순이익률	4.0	5.3	18.8	0.8	(6.8)	9.3	9.9	7.3	6.3	5.7	8.5	9.9
%yoy												
매출액	26.8	11.8	26.4	49.8	17.0	27.2	29.1	1.3	30.7	15.8	17.2	13.5
>디펜스	12.7	(4.7)	2.9	39.8	9.5	36.2	40.4	0.8	16.2	17.0	17.5	11.6
>ICT	(11.8)	(22.7)	(8.2)	19.4	21.8	20.9	20.9	20.2	(6.1)	20.9	14.1	11.2
>기타	5,238.4	3,680.6	9,388.0	6,389.5	38.2	5.0	5.0	(24.6)	(9.4)	27.3	40.5	18.9
영업이익	(26.1)	(31.3)	(62.7)	(80.2)	1.9	6.9	241.7	1,561.8	(45.3)	124.3	86.0	24.2
세전이익	(78.7)	489.8	413.8	(120.8)	(884.9)	30.6	20.8	(236.4)	(84.4)	165.4	128.2	31.7
지배순이익	(46.2)	44.6	1,513.6	(96.8)	(297.3)	122.2	(32.0)	781.2	(48.9)	4.7	73.3	33.0
원/달러(평균)	1,466.5	1,356.4	1,386.1	1,467.1	1,466.9	1,503.0	1,470.0	1,450.0	1,427.0	1,472.0	1,418.0	1,370.0

자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,243	4,973	5,644
증가율 (%)	14.4	30.7	15.8	17.2	13.5
매출원가	2,388	3,272	3,643	4,101	4,601
매출원가율 (%)	85.2	89.3	85.9	82.5	81.5
매출총이익	416	392	600	872	1,043
매출이익률 (%)	14.8	10.7	14.1	17.5	18.5
증가율 (%)	36.8	-5.8	53.1	45.3	19.6
판매관리비	196	272	331	372	422
판매비율 (%)	7.0	7.4	7.8	7.5	7.5
EBITDA	333	300	441	644	740
EBITDA 이익률 (%)	11.9	8.2	10.4	12.9	13.1
증가율 (%)	36.5	-9.9	47.0	46.0	14.9
영업이익	219	120	269	500	622
영업이익률 (%)	7.8	3.3	6.3	10.1	11.0
증가율 (%)	78.0	-45.2	124.2	85.9	24.4
영업외손익	375	1	-22	48	100
금융수익	48	53	176	244	297
금융비용	39	46	111	150	199
기타영업외손익	366	-6	-87	-46	2
종속관계기업관련손익	-13	-5	-7	-0	-0
세전계속사업이익	581	115	240	548	721
세전계속사업이익률	20.7	3.1	5.7	11.0	12.8
증가율 (%)	30.9	-80.2	108.7	128.3	31.6
법인세비용	104	-86	43	122	160
계속사업이익	477	201	197	426	561
중단사업이익	-32	8	-7	0	0
당기순이익	445	209	190	426	561
당기순이익률 (%)	15.9	5.7	4.5	8.6	9.9
증가율 (%)	29.7	-53.0	-9.1	124.2	31.7
지배주주지분 손이익	454	242	243	421	560
비지배주주지분 손이익	-9	-33	-53	5	1
기타포괄이익	-35	2,188	230	0	0
총포괄이익	411	2,397	420	426	561

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	133	79	340	807	816
당기순이익	445	209	190	426	561
유형자산 상각비	92	141	125	106	88
무형자산 상각비	22	39	47	38	31
외환손익	-22	2	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-218	-211	-126	269	168
기타	-186	-101	104	-32	-32
투자활동으로인한현금흐름	-442	-1,170	-58	-122	-65
투자자산의 감소(증가)	-490	-1,578	-139	-122	-76
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-240	-299	-76	0	0
기타	288	705	157	0	11
재무활동으로인한현금흐름	35	1,237	260	-89	-91
차입금의 증가(감소)	0	229	-169	0	0
사채의 증가(감소)	199	598	399	0	0
자본의 증가	-8	31	1	0	0
배당금	-52	-65	-93	-93	-93
기타	-104	444	122	4	2
기타현금흐름	-2	-20	15	0	0
현금의증가(감소)	-276	126	556	596	661
기초현금	476	200	325	881	1,478
기말현금	200	325	881	1,478	2,139

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	3,518	4,620	5,596
현금성자산	200	325	881	1,478	2,139
단기투자자산	121	163	165	196	216
매출채권	309	450	455	543	597
재고자산	610	811	821	979	1,077
기타유동자산	1,046	1,180	1,195	1,424	1,567
비유동자산	3,524	7,399	7,468	7,446	7,403
유형자산	636	823	777	671	583
무형자산	734	710	675	637	607
투자자산	1,903	5,639	5,784	5,906	5,982
기타비유동자산	251	227	232	232	231
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,810	10,327	10,986	12,066	13,000
유동부채	2,677	3,335	3,518	4,088	4,443
단기차입금	30	301	447	447	447
매입채무	154	253	256	306	336
유동성장기부채	50	100	100	100	100
기타유동부채	2,443	2,681	2,715	3,235	3,560
비유동부채	678	1,991	2,233	2,410	2,521
사채	249	848	1,246	1,246	1,246
장기차입금	0	226	60	60	60
장기금융부채	0	4	0	0	0
기타비유동부채	429	913	927	1,104	1,215
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,355	5,326	5,751	6,498	6,964
지배주주지분	2,490	4,849	5,148	5,477	5,944
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124
자본조정 등	-34	-34	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	-102	2,107	2,349	2,349	2,349
이익잉여금	589	709	765	1,093	1,560
비지배주주지분	-34	152	87	91	92
자본총계	2,456	5,001	5,235	5,568	6,036

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	2,358	1,107	1,006	2,256	2,971
EPS(지배순이익 기준)	2,405	1,282	1,287	2,230	2,966
BPS(자본총계 기준)	12,999	26,472	27,711	29,472	31,948
BPS(지배지분 기준)	13,181	25,668	27,253	28,988	31,459
DPS	350	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	9.6	49.1	95.5	42.6	32.4
P/E(지배순이익 기준)	9.4	42.4	74.7	43.1	32.4
P/B(자본총계 기준)	1.7	2.1	3.5	3.3	3.0
P/B(지배지분 기준)	1.7	2.1	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA(Reported)	12.8	38.1	39.2	25.8	21.6
배당수익률	1.5	0.9	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	29.8	-53.0	-9.1	124.1	31.7
EPS(지배순이익 기준)	30.1	-46.7	0.4	73.3	33.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.3	5.6	3.7	7.9	9.7
ROE(지배순이익 기준)	19.6	6.6	4.9	7.9	9.8
ROA	8.7	2.6	1.8	3.7	4.5
안정성 (%)					
부채비율	136.6	106.5	109.9	116.7	115.4
순차입금비율	1.5	20.3	15.9	3.7	순현금
이자보상배율	9.8	3.2	3.6	6.4	8.0

▶ **투자의견 및 목표주가 추이**

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2026.06.19	BUY	125,000		

▶ **최근 2년간 한화시스템 주가 및 목표주가**



▶ **Compliance Notice**

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 백주호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ **투자의견 분류**

- ▶ **업종 투자의견 분류** 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ **현대차증권의 종목투자의견**은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ **투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)**

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.